

332.6

ITD

2 21

**ANALISIS PENGARUH INSIDER OWNERSHIP,
DEBT TO EQUITY RATIO DAN
INSTITUTIONAL OWNERSHIP TERHADAP
KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEJ**



Tesis

**Diajukan sebagai salah satu syarat
Untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Disusun oleh:

**BENI INDRIYANTO
NIM. C4A000214**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2003**

UPT-PUSTAK-UNDIP

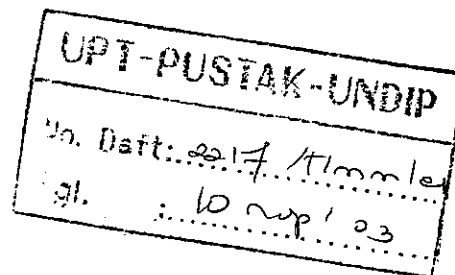


SERTIFIKASI

Saya, Beni Indriyanto, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Beni Indriyanto

Mei, 2003



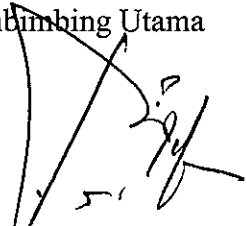
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS PENGARUH INSIDER OWNERSHIP,
DEBT TO EQUITY RATIO DAN
INSTITUTIONAL OWNERSHIP TERHADAP
KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEJ**

yang disusun oleh Beni Indriyanto, NIM C4A000214
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 29 Mei 2003
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



DR. H. M. Chabachib, MSi, Akt

Pembimbing Anggota


Drs. H. Tarmizi Achmad, MBA, Akt

Semarang 29 Mei 2003
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program


Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

The main aim of firm is to increase firm value through improvement of owner or stockholders. Thus, to reach those purpose many stockholders delegate the management of the firm to professionals classified as managerial or insider. Insider promoted by stockholders is expected to do the best for stockholders by making maximum firm value in order to reach stockholder prosperity. In fact, usually management or manager (insider) of the firm has different purpose which contra to other purpose. This problem may raise agency conflict.

Variables in this research are insider ownership, debt to equity ratio, and institutional ownership as independent variables and ROE as dependent variable. ROE measure the ability of the firm gaining profit to stockholder, so it can show the amount of stockholders prosperity.

This research examines the influence of insider ownership, debt to equity ratio, and institutional ownership to ROE to see the significant relationship among variables. The object of this research is manufacture companies listed at Jakarta Stock Exchange during 1998-2000 periods. Based on the criteria 28 firms are elected as research sample. Data collection is done with data pooling (time series cross sectional). Analysis tool used in this research is regression analysis, partially or simultaneously, and hypothesis examination.

The result of this research shows that insider ownership, debt to equity ratio, and institutional ownership variable significantly influence ROE partially or simultaneously. This fact means that the prosperity of firm stockholder influenced by insider ownership, debt to equity ratio, and institutional ownership variables.

Abstraksi

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Oleh karena itu, untuk mencapai tujuan tersebut, tidak sedikit pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional dan dikelompokkan sebagai *managerial* atau *insider*. *Insider* yang diangkat oleh *stockholders* diharapkan akan bertindak yang terbaik bagi *stockholders* dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *stockholders* dapat tercapai. Namun dalam kenyataannya, tidak jarang pihak manajemen atau manajer (*insider*) perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan satu dengan yang lainnya, sehingga memungkinkan timbulnya *agency conflict*.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* sebagai variabel independen serta ROE sebagai variabel dependen. ROE mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham, sehingga dapat menjelaskan besarnya kesejahteraan bagi pemegang saham perusahaan.

Penelitian ini menguji pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio* serta *intitutional ownership* terhadap ROE, untuk melihat signifikansi hubungan antar variabel. Obyek penelitian ini adalah perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta selama periode 1998-2000. Berdasarkan kriteria, terpilih 28 perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data (time series cross sectional)*. Alat analisis yang digunakan adalah analisis regresi, baik secara parsial maupun secara simultan, dan pengujian hipotesis.

Dari penelitian di dapatkan hasil bahwa variabel-variabel *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* baik secara sendiri-sendiri maupun bersama-sama/simultan berpengaruh signifikan ROE, yang artinya kesejahteraan para pemegang saham perusahaan dipengaruhi oleh variabel-variabel *insider ownership*, *debt to equity ratio* dan *intitutional ownership*.

KATA PENGANTAR

Segala puji Allah SWT yang telah melimpahkan nikmat, rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik guna memperoleh derajat sarjana S-2 pada Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Penulis yakin bahwa tesis ini tidak mungkin terwujud tanpa bantuan berbagai pihak, dan atas bantuan tersebut penulis menyampaikan rasa terima kasih yang tak terhingga, terutama kepada :

1. Bapak Prof. DR. H. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Direktur Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Bapak DR. H. M. Chabachib, Msi, Akt, sebagai pembimbing utama yang telah membimbing penulisan tesis ini.
3. Bapak Drs. H. Tarmizi Achmad, MBA, Akt, sebagai pembimbing anggota yang telah membimbing penulisan tesis ini.
4. Ibu Indah Susilowati dan para dosen lainnya serta pegawai di lingkungan Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
5. Keluarga di rumah, yang telah memberikan dorongan baik berupa moril maupun materiil.
6. Semua sahabat dan rekan, Hengki, Tita, Gista, Frida, Winny, Ari, Anik, Hani, Lanny, Tio, Darmo, dan teman-teman Angkatan XIV lainnya, atas dukungannya selama ini.
7. Serta semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan, semoga Allah SWT akan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara/i sekalian.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna , untuk itu dengan kebesaran hati penulis akan menerima segala bentuk kritik maupun saran yang diberikan demi perbaikan dan pengembangan di masa-masa mendatang.

Akhirnya, dengan penuh rasa syukur, bangga, dan bahagia, penulis mempersembahkan tesis ini dan teriring sebuah harapan semoga bermanfaat bagi pembaca sekalian.

Semarang, Mei 2003

Penulis

Daftar Isi

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Persetujuan/Pengesahan.....	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
Bab I. Pendahuluan	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Kegunaan Penelitian	7
Bab 2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Model	9
2.1 Konsep-Konsep Dasar	9
2.2 Pengembangan Kerangka Berpikir Teoritis	24
2.3 Hipotesis Yang Diajukan	28
2.4 Definisi Operasional Variabel	29

Bab 3. Metode Penelitian	31
3.1 Jenis Penelitian	31
3.2 Jenis dan Sumber Data	31
3.3 Populasi dan Sampel	32
3.4 Metode Pengumpulan Data	33
3.5 Teknik Analisis	34
Bab 4. Analisis Data dan Pembahasan	42
4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian	44
4.2 Hasil Analisis	47
4.3 Pengujian Hipotesis	56
4.4 Pembahasan	60
Bab 5 Kesimpulan dan Implikasi Kebijakan	62
5.1 Kesimpulan	62
5.2 Implikasi Hasil Penelitian.....	63
5.3 Keterbatasan Penelitian	65
5.4 Agenda Penelitian Mendatang	66
Daftar Referensi	67
Lampiran	
Daftar Riwayat Hidup	

Daftar Tabel

Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian-Penelitian Terdahulu	21
Tabel 2.2	Skala dan Pengukuran Variabel Penelitian	30
Tabel 3.1	Jumlah Perusahaan Manufaktur selama tahun 1998-2000	32
Tabel 4.1	Profil Perusahaan Manufaktur yang menjadi obyek penelitian ..	46
Tabel 4.2	Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Satu Arah	51
Tabel 4.3	Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Independen	52
Tabel 4.4	Hasil Uji Multikolinearitas Berdasarkan Nilai Tolerance dan VIF	52
Tabel 4.5	Hasil Uji Heteroskedastisitas Berdasarkan Uji Park	55
Tabel 4.6	Durbin-Watson Test Bound	55
Tabel 4.7	Hasil Analisis Regresi Berganda	56

Daftar Gambar

Gambar 2.1	Hubungan Insider Ownership dengan ROE	25
Gambar 2.1	Hubungan Debt to Equity Ratio dengan ROE	26
Gambar 2.3	Hubungan Institutional Ownership dengan ROE	27
Gambar 2.4	Kerangka Berpikir Teoritis	28
Gambar 4.1	Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas	49
Gambar 4.2	Hasil Analisis Grafik Uji Heteroskedastisitas	54

Daftar Lampiran

Lampiran 1	Data Insider Ownership 1998-2000	71
Lampiran 2	Data Debt to Equity Ratio 1998-2000	72
Lampiran 3	Data Institutional Ownership 1998-2000	73
Lampiran 4	Data Return on Equity 1998-2000	74
Lampiran 5	Perkembangan Jumlah Perusahaan dan Saham yang tercatat di Pasar Modal Indonesia	75
Lampiran 6	Hasil Uji Normalitas	76
Lampiran 7	Hasil Uji Regresi Berganda	77
Lampiran 8	Hasil Uji Heteroskedastisitas	81

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam era globalisasi, perusahaan bisnis perlu memanfaatkan segala kelebihannya untuk dapat memenangkan persaingan yang semakin ketat. Kelebihan yang dimiliki perusahaan dapat berupa kemampuan lebih di bidang-bidang fungsional seperti marketing, keuangan, sumber daya manusia maupun teknologi informasi. Pemanfaatan kelebihan yang dimiliki oleh perusahaan bisnis akan dapat dilakukan dengan efektif dan efisien, bila perusahaan tersebut dikelola dengan cara yang baik (Zaki Baridwan, 2001) sesuai dengan tujuan yang telah ditetapkan sebelumnya.

Sejak pertengahan tahun 1997, Indonesia dilanda krisis moneter yang berpengaruh terhadap hampir seluruh sektor perekonomian (Mas'ud Machfoedz, 1999). Pengaruh krisis ini pertama kali terjadi pada sektor keuangan, sektor jasa dan akhirnya mempengaruhi secara signifikan sektor riil. Perusahaan manufaktur yang *go public* di pasar modal merupakan pihak yang pertama kali merasakan dampak krisis moneter tersebut. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang mempunyai banyak aspek pengganggu dari eksternal, di mana hal ini disebabkan karena perusahaan manufaktur menggunakan bahan baku yang hampir seluruhnya impor.

Salah satu tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996), oleh karena itu, untuk mencapai tujuan tersebut, tidak sedikit pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional dan dikelompokkan sebagai *managerial* atau *insider*. *Insider* yang diangkat oleh *stockholders* diharapkan akan bertindak yang terbaik bagi *stockholders* dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *stockholders* dapat tercapai.

Penunjukan *insider* oleh *stockholders* untuk mengelola perusahaan, oleh Jensen dan Meckling (1976), disebutkan sebagai pemisahan fungsi *decision making* dan *risk bearing*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan, dalam keadaan ini akan memunculkan perbedaan kepentingan antara *insider* dengan *stockholders*. *Stockholders* sebagai penyedia dana dan fasilitas untuk operasi perusahaan berkepentingan atas keamanan dana yang diinvestasikan dalam perusahaan. Di lain pihak, *insider* sebagai pengelola perusahaan akan menerima gaji dan berbagai bentuk kompensasi lainnya, sehingga keputusan-keputusan yang diambil oleh insider diharapkan menjadi yang terbaik bagi *stockholders*, yaitu meningkatkan kemakmuran *stockholders* melalui peningkatan nilai perusahaan. Namun dalam kenyataannya, tidak jarang pihak manajemen atau manajer (*insider*) perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut, seperti tindakan-tindakan yang mementingkan kepentingan pribadi atau pihak karyawan dan eksekutif perusahaan (melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji), di mana hal ini tidak dipandang konsisten dengan

kepentingan jangka panjang para pemegang saham. Dengan kondisi seperti ini akan menimbulkan konflik kepentingan di antara para manajer dan para pemegang saham perusahaan, yang sering disebut dengan *agency conflict* (Jensen dan Meckling, 1976).

Untuk mengurangi konflik yang terjadi antar *agent (insider)* dengan *stockholders*, dapat dilakukan dengan berbagai pendekatan. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan perlunya meningkatkan kepemilikan *insider (insider ownership)* dalam perusahaan, sehingga insider akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung segala konsekuensi dari tindakan-tindakan yang diambil. Dengan kepemilikan saham oleh manajer akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan berusaha untuk menurunkan *agency cost*. Grossman dan Hart (1982), menganjurkan bahwa *agency conflict* dapat dikurangi dengan penggunaan hutang karena penggunaan hutang akan mengikat perusahaan melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodik. Penggunaan hutang juga dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh insider sehingga dapat menghindari investasi yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986).

Di sisi lain, penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan resiko kebangkrutan atau *bankruptcy risk* (Bathala, et. al, 1994). Di mana hal ini disebabkan oleh meningkatnya *agency cost of debt*, yang mana pada akhirnya juga akan merugikan *shareholders*. Hasil penelitian Suad Husnan (2001) pada perusahaan-perusahaan bukan multinasional menunjukkan peningkatan rasio hutang yang sangat tinggi pada periode krisis memberikan pengaruh yang negatif

pada kinerja keuangan perusahaan. Semakin tinggi *debt to equity ratio* (DER) semakin rendah *return on equity* (ROE). Hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan tersebut tidak melakukan *hedging* terhadap hutang-hutang dalam USD. Untuk itu diperlukan suatu mekanisme *monitoring* agar perilaku oportunistik *insider* dapat dihalangi dan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham.

Jensen dan Meckling (1976) serta Grossman dan Hart (1982), menunjukkan bahwa pendekatan di atas telah diterima secara luas untuk mengurangi *agency conflict*. Lebih lanjut Grossman dan Hart (1982) menyatakan bahwa tingkat kepemilikan *insider* dan hutang yang terlalu tinggi juga dapat berdampak buruk terhadap perusahaan jika tidak diikuti dengan penggunaan yang hati-hati. Hal ini disebabkan adanya kecenderungan perilaku oportunistik oleh *insider*. Dengan adanya tingkat kepemilikan *insider* yang tinggi, dapat menimbulkan masalah pertahanan (*entrenchment problems*). Artinya jika kepemilikan *insider* tinggi, mereka mempunyai posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan. Sehingga hal ini mengakibatkan pihak *outsider stockholders* akan mengalami kesulitan dalam mengendalikan tindakan *insider*. Hal ini disebabkan karena *insider* mempunyai hak voting yang besar atas kepemilikannya yang tinggi.

Moh'd, et. al (1998) mengatakan bahwa, ada aspek lain yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost*, yaitu bentuk distribusi saham oleh pemegang saham dari luar (*shareholders dispersion of institutional investors*). Kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*)

yang dapat digunakan sebagai sarana untuk *monitoring* keberadaan manajemen. Kepemilikan saham oleh *institutional investors* merupakan salah satu *monitoring agents* penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme pengawasan tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan (Bathala, et al. 1994).

Perusahaan yang *go public* merupakan perusahaan yang dimiliki oleh masyarakat, oleh karena itu operasi perusahaan yang efisien akan sangat mempengaruhi kinerja perusahaan dan akhirnya akan mempengaruhi apresiasi masyarakat pada perusahaan publik.

Rasio profitabilitas menunjukkan seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan/laba bagi perusahaan. Bagi perusahaan, masalah rentabilitas atau profitabilitas adalah lebih penting dari pada masalah laba, karena laba yang besar saja belumlah merupakan ukuran bahwa perusahaan tersebut telah bekerja dengan efisien. Efisien baru dapat diketahui dengan membandingkan laba yang diperoleh dengan kekayaan (*profitability total*) atau modal yang menghasilkan laba tersebut (*profitability internal*).

Profitability internal adalah indikator kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan ekuitas para pemilik atau pemegang saham untuk menghasilkan laba sesudah pajak. Dalam penelitian ini kinerja keuangan diproksikan dengan *Return on Equity* (ROE) di mana ROE perusahaan-perusahaan yang menjadi obyek penelitian mengalami perubahan yang tidak stabil selama krisis (lihat lampiran). Penggunaan ROE sebagai indikator dari kinerja keuangan perusahaan

terutama berkaitan dengan pemegang saham berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Mas'ud Machfoedz (1999) dan Suad Husnan (2001). Sesuai dengan penjelasan di atas, ROE mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham, sehingga dapat menjelaskan besarnya kesejahteraan bagi pemegang saham perusahaan. ROE yang baik adalah apabila ROE pada suatu perusahaan semakin tinggi.

Berdasarkan uraian di atas maka penelitian ini akan menganalisis pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio* (sebagai proksi dari kebijakan hutang), dan *institutional ownership* terhadap kinerja keuangan perusahaan. Dalam penelitian ini lebih memfokuskan pada sektor industri manufaktur sesuai dengan alasan-alasan yang telah dikemukakan di awal. Diharapkan adanya penelitian ini dapat lebih memperkaya penelitian sebelumnya.

1.2 Perumusan Masalah

Selama ini penelitian yang meneliti pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* terhadap kinerja keuangan perusahaan masih jarang dilakukan. Atas dasar itu serta beberapa hal yang telah dikemukakan dalam latar belakang, penelitian ini akan mencoba menganalisis pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* terhadap kinerja keuangan perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdapat di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Kinerja keuangan diproksikan dengan *Return on Equity* (ROE).

Perumusan masalah yang dapat digunakan adalah :

1. Bagaimana pengaruh *insider ownership* terhadap ROE.

2. Bagaimana pengaruh *debt to equity ratio* sebagai proksi dari kebijakan hutang terhadap ROE
3. Bagaimana pengaruh *institutional ownership* terhadap ROE
4. Bagaimana pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* secara bersama-sama terhadap ROE.

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis pengaruh *insider ownership* terhadap ROE.
2. Untuk menganalisis pengaruh *debt to equity ratio* sebagai proksi dari kebijakan hutang terhadap ROE
3. Untuk menganalisis pengaruh *institutional ownership* terhadap ROE
4. Untuk menganalisis pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* secara bersama-sama terhadap ROE.

1.4 Kegunaan Penelitian

Dengan adanya penelitian ini diharapkan hasilnya dapat bermanfaat bagi :

1. Pihak-pihak yang terlibat dalam suatu perusahaan, untuk dijadikan bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan kinerja perusahaan. Demikian pula dapat berguna bagi pihak-pihak lain yang berkepentingan atas perusahaan.
2. Kepentingan teoritis, yaitu dapat menambah dan mengembangkan penelitian tentang *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership*

serta pengaruhnya terhadap kinerja keuangan perusahaan serta kaitannya dengan *corporate governance* sebagai bagian dari *agency theory* di suatu perusahaan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Konsep-Konsep Dasar

2.1.1 Agency Theory

Istilah struktur kepemilikan (*ownership structure*) digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga prosentase kepemilikan saham oleh *inside shareholders* dan *outside shareholders* (Jensen dan Meckling, 1976).

Agency theory membahas hubungan antara pemberi kerja (prinsipal) dan penerima amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam konteks ini, yang di maksud prinsipal adalah para pemegang saham sedangkan agen (*agent*) adalah manajemen pengelola perusahaan. Selanjutnya prinsipal akan memberikan hak pada orang lain yang disebut agen untuk menjalankan haknya. Kedua belah pihak diikat dengan kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. Prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan manajemen mempunyai kewajiban mengelola apa yang diamanahkan pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut, prinsipal akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus dan berbagai macam kompensasi lainnya. Menurut Harianto dan Sudomo (1998), manusia pada umumnya menginginkan keuntungan yang sebesar-besarnya

untuk diri sendiri dan mempunyai kecenderungan menghindari resiko atas perbuatannya. Keterbatasan sifat manusia ini menyebabkan prinsipal dan agen saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendiri atas biaya salah satu pihak.

Menurut *agency theory* Jensen dan Meckling (1976), perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (*agency conflict*). Penyebab timbulnya konflik keagenan ini adalah karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Karena tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung untuk menyetujui pengeluaran atau pos-pos biaya yang bersifat konsumtif dan tidak produktif.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan *shareholders* adalah karena keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli pada resiko sistematis (*systematic risk*) dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya, mereka lebih berhubungan dengan resiko perusahaan secara keseluruhan. Menurut Fama (1980), ada dua alasan, yaitu : (1) bagian substansif dari kekayaan mereka adalah di dalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat posisi mereka menjadi *non-diversifiable*. (2) manajer akan terancam reputasinya, demikian pula kemampuan *earning* perusahaan, jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

Karena sifat *limited liability* perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas (yaitu tanggung jawab pemilik terbatas pada modal yang disetorkan) perusahaan mungkin memutuskan untuk menggunakan rasio hutang yang terlalu tinggi karena ingin menggeser risiko finansial kepada kreditur. Karakteristik *limited liability* tersebut akan mengakibatkan pemilik menikmati seluruh manfaat (setelah dikurangi bunga pinjaman) apabila investasi berhasil, dan kreditur ikut menanggung kerugian pada saat investasi gagal (dan perusahaan bangkrut). Sebaliknya kreditur pun akan menyadari situasi yang mereka hadapi apabila mereka memberikan kredit pada perusahaan yang telah mempunyai rasio hutang yang terlalu tinggi. Masalah ini merupakan *agency problems* antara pemilik dan kreditur, yang disebut sebagai *debt agency problem*. Teori keuangan menjelaskan bahwa biaya *debt agency problem* akan mengurangi nilai perusahaan dan biaya ini mungkin akan menjadi lebih besar dari manfaat penggunaan hutang (dalam bentuk penghematan pajak) (Suad Husnan, 2000).

Untuk mengurangi biaya keagenan yang timbul akibat dari *debt agency problem* tersebut diperlukan suatu sistem pengelolaan perusahaan yang baik yaitu *corporate governance* yang merupakan pengembangan dari *agency theory* di mana sistem ini mencoba menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang terlibat dalam suatu perusahaan (manajer, pemilik perusahaan, dan kreditur) akan berperilaku, karena mereka mempunyai kepentingan yang berbeda.

Alexander Dyck (2000) dalam tulisannya menyertakan beberapa definisi *corporate governance* dari beberapa pakar ilmu keuangan sebagai berikut :

Corporate governance is the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated by firm (Williamson, 1985).

Corporate governance is a set mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders (Shleifer dan Vishny, 1999).

Corporate governance is the complex set of socially defined constraints that affect the willingness to make investments in corporation in exchange for promises (Alexander Dyck, 2000).

Corporate governance merupakan suatu sistem bagaimana suatu organisasi dikelola dan dikendalikan. Sistem *governance* antara lain mengambil mekanisme pengambilan keputusan pada tingkat atas organisasi. Dengan *corporate governance* yang baik, keputusan-keputusan penting perusahaan tidak lagi hanya ditetapkan oleh satu pihak yang dominan (misalnya direksi), akan tetapi ditetapkan setelah mendapatkan masukan dari, dan dengan mempertimbangkan kepentingan, berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). *Corporate governance* yang baik mendorong pengelolaan organisasi yang lebih demokratis (karena melibatkan partisipasi banyak kepentingan), lebih *accountable* (karena ada sistem yang meminta pertanggungjawaban atas setiap tindakan), dan lebih transparan.

2.1.2 Pendekatan Untuk Mengatasi Agency Problem

Untuk meminimumkan *agency problem* dalam perusahaan, diperlukan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* merupakan biaya yang muncul karena menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara *stockholders* dan *bondholders* (Brigham dan Gapenski, 1996). Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya ini sebagai jumlah dari : (1) pengeluaran biaya untuk memonitoring oleh pemilik (*principal*), dan (2) pengeluaran karena penggunaan

hutang oleh manajemen (*agency*) dan pengeluaran karena kehilangan keindependenan atau efisiensi (*residual loss*). Dengan demikian, menurut Jensen dan Meckling (1976), keputusan struktur modal yang dilakukan oleh manajer adalah untuk menyeimbangkan *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity*. Untuk mengatasi *agency problem* dan mengurangi munculnya *agency cost* tersebut dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu :

Pertama, pendekatan dengan cara meningkatkan *insider ownership*. Menurut pendekatan ini *agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan adanya kepemilikan saham, maka *insider* akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya, demikian juga kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Dengan demikian, kepemilikan saham merupakan insentif dari para manajer dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan *agency costs*.

Kedua, pendekatan pengawasan internal. Pendekatan ini dilakukan melalui penggunaan hutang. Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang tersebut dikaitkan dengan meningkatnya harga saham perusahaan (Masulis, 1988). Penggunaan hutang juga akan meningkatkan kemungkinan resiko kebangkrutan

dan kerugian pekerjaan (*job loss*). Di satu sisi tambahan resiko ini dapat memotivasi para manajer untuk mengurangi biaya-biaya yang tidak perlu dan meningkatkan efisiensi perusahaan (Grossman dan Hart, 1982). Di sisi lain, timbul masalah jika hutang yang tinggi tidak diikuti dengan penggunaan yang hati-hati, karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik oleh *insider*, sehingga biaya keagenan akan semakin tinggi dan pada akhirnya juga akan merugikan pemegang saham.

Ketiga, *institutional investors ownership* sebagai *monitoring agents*. Moh'd, et al. (1998) mengatakan bahwa bentuk distribusi saham (*shareholder dispersion*) antara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu *institutional investors* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider*.

Hal senada, Bathala, et al. (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investors*) merupakan salah satu *monitoring agents* penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

2.1.3 Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja keuangan perusahaan adalah prestasi yang dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan dari perusahaan tersebut. Erich A. Helfert (1994) mengatakan bahwa kinerja keuangan adalah hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Penilaian kinerja keuangan perusahaan penting dilakukan baik oleh manajemen, pemegang saham, pemerintah maupun *stockholder* yang lain, karena menyangkut distribusi kesejahteraan di antara mereka.

Dari pendapat yang telah dikemukakan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa untuk melakukan analisa keuangan suatu perusahaan diperlukan suatu tolak ukur sehingga dapat digambarkan bagaimana kondisi dan prestasi yang dicapai perusahaan pada suatu waktu tertentu.

Kinerja keuangan perusahaan dapat dinilai melalui berbagai macam variabel atau indikator. Sumber utama variabel atau indikator yang dijadikan dasar penilaian adalah laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Berdasarkan laporan ini dapat dihitung sejumlah rasio keuangan yang lazim dijadikan dasar penilaian kinerja perusahaan. Rasio menggambarkan suatu hubungan atau perimbangan antara suatu jumlah tertentu dengan jumlah yang lain, dan dengan menggunakan alat analisa berupa rasio keuangan akan dapat menjelaskan atau memberi gambaran kepada penganalisa tentang baik atau buruknya keadaan atau posisi keuangan suatu perusahaan terutama apabila angka rasio tersebut dibandingkan dengan angka rasio pembanding yang digunakan sebagai standar.

Rasio keuangan yang dipakai dalam penelitian ini adalah *profitability internal*. *Profitability internal* yaitu indikator kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan ekuitas para pemilik atau pemegang saham untuk menghasilkan laba sesudah pajak. *Profitability internal* adalah perbandingan antara laba sesudah pajak (Net Income) dibagi Ekuitas ($NI/TE = ROE$). Penggunaan ROE sebagai indikator dari kinerja perusahaan terutama berkaitan dengan pemegang saham berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Mas'ud Machfoedz (1999) dan Suad Husnan (2001).

2.1.4 Penelitian Terdahulu

1. Penelitian Agrawal dan Mandelker (1987) dilakukan untuk mengetahui hubungan antara *common stock* dan *option holdings* dari manajer dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan. Tujuan penelitian tersebut, pertama untuk menguji antara saham dan opsi yang dipegang manajer dan karakteristik dari keputusan investasi yang dibuat perusahaan, khususnya perubahan-perubahan di dalam variabilitas *return on assets* (ROA) perusahaan. Kedua, untuk menguji hubungan antara saham yang dipegang oleh manajer dan keputusan pendanaan (*financing decision*) perusahaan seperti perubahan di dalam *debt equity ratio*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut ditemukan : (1) jumlah saham yang dipegang oleh para manajer pada perusahaan yang *variance return*-nya meningkat pada saat pengumuman investasi lebih besar dari pada prosentase saham perusahaan yang dipegang oleh para manajer yang *variance return*-nya

menurun, (2) adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio*. Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan *debt equity ratio* yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh manajer perusahaan yang memiliki *debt equity ratio* menurun.

Jika pada penelitian Agrawal dan Mandelker *debt equity ratio* (DER) digunakan sebagai variabel dependen, berbeda dengan penelitian ini, DER digunakan sebagai variabel independen.

2. Penelitian yang dilakukan oleh Jensen, et. al (1992) menguji hubungan antara *insider ownership*, *debt* dan *dividend policies*. Periode penelitian adalah dua tahun yaitu tahun 1982 dan 1987. Dalam penelitian tersebut *debt ratio* merupakan fungsi dari *insider*, *business risk*, *profitability*, *R&D* dan *fixed assets*. Hasil penelitian ini menemukan adanya hubungan negatif antara prosentase saham yang dimiliki oleh insider dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya *insider ownership* dapat mensejajarkan kepentingan *insider ownership* dengan kepentingan para outside shareholders dan mengurangi *agency conflict*.

Jika pada penelitian yang dilakukan oleh Jensen, et. al menguji hubungan antara *insider ownership*, *debt* dan *dividend policies* secara simultan, pada penelitian ini menguji pengaruh masing-masing variabel *insider ownership*, *debt* dan *institutional investor* terhadap ROE.

3. Penelitian Mehran (1992) menganalisis hubungan antara struktur modal perusahaan dengan *executive incentive plans*, *managerial equity investment*,

pengawasan oleh board of directors, dan major shareholders. Penelitian yang dilakukan oleh Mehran menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal untuk melihat hubungan antara struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan yang diturunkan dari karakteristik-karakteristik investasi. Variabel-variabel tersebut adalah *manager, outside board members, individual investors, growth opportunities, collateral value of assets* dan *business risk*. Penelitian tersebut dilakukan pada 124 perusahaan manufaktur pada periode penelitian selama dua tahun, yaitu tahun 1979 sampai dengan 1980. Dengan menggunakan *analisis cross sectional*, hasil penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh insider dengan *debt ratio* perusahaan. Di samping itu, perusahaan-perusahaan memiliki lebih banyak *investment banker* pada dewan direksi memiliki rasio jumlah hutang jangka panjang yang lebih besar. Hasil penelitian juga menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *individual investor* dengan *debt ratio* perusahaan.

Variabel insider ownership juga dipakai dalam penelitian kali ini sebagai variabel independen namun kebijakan hutang perusahaan digunakan sebagai variabel independen, bukan dependen.

4. Penelitian yang dilakukan oleh Bathala, et al. (1994) bertujuan untuk meneliti pengaruh *institutional ownership* terhadap *debt policy* dan *managerial ownership* perusahaan. Penelitian ini juga merupakan pengembangan *agency theory* oleh Jensen dan Meckling (1976), dengan menggunakan periode penelitian selama satu tahun, yaitu tahun 1988. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan *managerial ownership* berhubungan negatif dengan *institutional investor*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kehadiran *institution investor* dalam perusahaan, sangat efektif dalam *monitoring* terhadap perilaku para manajer dalam perusahaan. Di samping itu, meningkatnya kepemilikan oleh *institutional investor* akan mengurangi *insider ownership* dan menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency problem*, sehingga akan menimbulkan *agency cost*.

Perbedaan dengan penelitian ini adalah *institutional ownership* dan *debt policy* digunakan sebagai variabel yang berpengaruh terhadap *return on equity* sebagai proksi dari kinerja keuangan perusahaan.

5. Mas'ud Machfoedz (1999) dalam penelitiannya tentang pengaruh krisis moneter terhadap kinerja keuangan perusahaan melalui rasio keuangan, ternyata menunjukkan hasil bahwa krisis moneter hanya berdampak pada kinerja keuangan perusahaan dari sektor tertentu saja, yaitu property dan real estate, building construction, telecommunication, transportation, durable goods, dan komputer yang paling besar penurunan kinerjanya.

Berbeda dengan penelitian Mas'ud Machfoedz, penelitian kali ini mencoba melihat pengaruh *insider ownership*, kebijakan hutang, dan *institutional investor* terhadap kinerja keuangan yang diproksikan dengan *return on equity*.

6. Penelitian yang dilakukan oleh Suad Husnan (2001) adalah untuk membandingkan kinerja perusahaan yang pemegang saham mayoritasnya perusahaan multinasional dengan perusahaan yang pemegang saham

mayoritasnya bukan perusahaan multinasional, sebagai pengaruh dari *corporate governance* dan keputusan pendanaan yang diterapkan perusahaan. Variabel yang digunakan adalah *debt to equity ratio* (DER) sebagai proksi dari keputusan pendanaan, *return on equity* (ROE), dan *abnormal return* saham. Hasil dari penelitian tersebut menemukan bahwa perusahaan multinasional lebih konservatif dalam penggunaan hutang (dengan menggunakan hedging jika dalam USD) dan lebih stabil kinerja keuangannya. Artinya, dalam melakukan keputusan pendanaan perusahaan multinasional lebih baik dari pada perusahaan bukan multinasional.

Jika dalam penelitian yang dilakukan oleh Suad Husnan membandingkan kinerja perusahaan dari dua kelompok perusahaan, maka dalam penelitian kali ini menguji pengaruh beberapa variabel-variabel dalam *agency theory* terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan proksi *return on equity*.

Secara singkat hasil penelitian terdahulu di atas terangkum dalam tabel berikut ini :

Tabel 2.1

Ringkasan penelitian-penelitian terdahulu

No	Thn	Peneliti	Judul Penelitian	Tujuan Penelitian	Variabel	Indikator	Model Analisis	Hasil Penelitian
1	1987	Agrawal Mandelker	Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions	Menguji hubungan antara saham dengan opsi yang dipegang oleh manajer dan karakteristik dari keputusan investasi perusahaan, khususnya perubahan-perubahan dalam variabilitas ROA Menguji hubungan antara saham yang dipegang oleh manajer dan financing decisions seperti perubahan dalam DER	Financing decisions (DER) Investment decisions (ROA)	- Shares held by insider Variance return - Shares held by insider Variance return	Multivariate regression	Jumlah saham yang dipegang oleh insider pada perusahaan yang variance returnnya meningkat lebih besar daripada perusahaan dengan variance returnnya menurun Menemukan hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh insider dengan debt ratio
2	1992	M. Jensen G.D Solberg T. Zorn	Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies	Menguji hubungan antara insider ownership, debt dan dividend policies	Debt Dividend Insider	- Insider (share held by insider) - Dividend (dividend and operating income) - Business risk (operating income dan total assets) - Profitability (operating income dan total assets) - R&D (R&D expenses dan total assets) - Fixed assets (fixed assets dan total assets) - Insider - Debt - Business risk - Profitability - Growth (sales) - Investment (expenditure for plant, equipment and R&D) - Debt - Dividend - Business risk	Cross sectional Three stage least square Regressions	Menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh insider dengan debt ratio Menemukan bahwa kebijakan insider ownership, debt dan dividend yang dikaitkan dengan karakteristik-karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi

3	1992	H. Mehran	Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure	Meneliti hubungan antara struktur modal perusahaan dengan : - executive incentive plans - managerial equity investment - monitoring by the board of director and major shareholders	<ul style="list-style-type: none"> - Leverage - Option CEO - Option TOP - Option All - Equity CEO - Equity TOP - Equity All - Board - Individual largest - Institutional largest - Corporation largest - Growth opportunities - Collateral value of assets - Business risk 	<ul style="list-style-type: none"> - Size (total assets) - Divisions (divisions operated) R&D - Long term debt - Book value of assets - CEO's total compensation - option - Top executives total compensation - Option - All officer and directors' total compensation - Option - Share owned by CEO - Share owned by top executive - Share owned by all officers and directors - Outside board members - Share owned by the largest individual shareholder - Share owned by the largest institutional investor - Share owned the largest corporation - R&D expenditures - Sales - Inventory - Gross plant - Equipment - Operating income 	Cross sectional least square Regression	<p>Menemukan adanya hubungan positif antara rasio leverage perusahaan dengan prosentase saham yang dimiliki oleh insider dan individual investor</p> <p>Menemukan bahwa perusahaan-perusahaan dengan investment banker pada dewan direksi yang lebih banyak, mempunyai jumlah rasio jumlah hutang jangka panjang yang lebih besar</p>
---	------	-----------	---	--	--	--	---	---

4	1994	C.T Bathala K.P Moon R.P Rao	Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holdings : an Agency Perspective	Meneliti pengaruh institutional ownership terhadap debt policy dan managerial ownership perusahaan	Debt ratio Managerial stock ownership	<ul style="list-style-type: none"> - Earning volatility - Non-debt tax shields - Expenditure in non-tangible assets - Assets growth - Institutional ownership - Managerial stock ownership - Stock return volatility - Expenditures in non-tangible assets - Assets growth - Firm size - Institutional ownership - Debt ratio 	Two stage least square Simultaneous Equation Regressions	Menemukan bahwa penggunaan hutang dan managerial ownership berhubungan negatif dengan institutional investor
5	1999	Mas'ud Machfoedz	Pengaruh krisis moneter pada efisiensi perusahaan go public di BEJ	Meneliti pengaruh krisis moneter terhadap kinerja keuangan perusahaan-perusahaan yang go public di BEJ	Likuiditas Profitabilitas Solvency	<ul style="list-style-type: none"> - CR - ROJ - ROE - TA/TL 	Uji beda t test dua sampel antara sebelum dan sesudah krisis moneter	Perusahaan dalam sektor property & real estate, building construction, telecommunication, transportation, durable goods, dan computer yang paling besar penurunan kinerja keuangannya
6	2001	Suad Husnan	Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan : Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional	Meneliti kinerja perusahaan akibat keputusan pendanaan perusahaan yang berbeda karena perbedaan corporate governance di perusahaan multinasional dan bukan multinasional di Indonesia sebelum dan selama krisis moneter	Debt Kinerja akuntansi Kinerja pasar	<ul style="list-style-type: none"> - DER - ROE - Abnormal return 	Regresi Uji beda rata-rata	Menemukan hasil bahwa perusahaan multinasional lebih konservatif dalam penggunaan hutang daripada perusahaan bukan multinasional Penerapan corporate governance di perusahaan multinasional lebih baik dari pada di perusahaan bukan multinasional

2.1.5 Variabel Yang Dipergunakan

Variabel yang digunakan adalah *insider ownership* (INSDR), *debt to equity ratio* (DER), *institutional ownership* (INST) dan variabel kinerja perusahaan dengan indikator *Return on Equity* (ROE), untuk melihat pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio* (DER), dan *institutional ownership* terhadap kinerja keuangan perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdapat di BEJ.

2.2 Pengembangan Kerangka Berpikir Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka yang dikembangkan di atas, mengenai *insider ownership* (INSDR), *debt to equity ratio* (DER) dan *institutional ownership* (INST) terhadap variabel kinerja perusahaan yaitu *Return on Equity* (ROE), berikut ini akan dijelaskan tentang hubungan masing-masing variabel.

2.2.1 Hubungan Insider Ownership dengan ROE

Untuk mengurangi konflik yang terjadi antar *agent* (*insider*) dengan *stockholders*, manajer perlu diberikan hak kepemilikan dalam perusahaan (*insider ownership*). Dengan adanya hak kepemilikan perusahaan, *insider* akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung segala konsekuensi dari tindakan-tindakan yang diambil. Selain itu, dengan kepemilikan saham oleh manajer akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan berusaha untuk menurunkan *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976). Lebih lanjut, menurut Jensen dan Meckling (1976), dengan adanya

kepemilikan saham, maka *insider* akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya, demikian juga kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Dengan demikian, kepemilikan saham merupakan insentif dari para manajer dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Namun bila hak kepemilikan *insider* dalam perusahaan sangat besar, maka akan menyulitkan pihak *outsider* dalam mengawasi manajemen perusahaan. Oleh karena itu kepemilikan perusahaan oleh *insider* dalam perusahaan perlu dibatasi untuk mempermudah monitoring terhadap manajemen perusahaan. Karena kebijakan yang diambil manajemen bagaimanapun berpengaruh pada kinerja perusahaan yang secara tidak langsung juga menyangkut kesejahteraan pemegang saham perusahaan. Untuk melihat kesejahteraan pemegang saham, salah satu indikator keuangan yang dapat digunakan adalah ROE (Kaplan & Norton, 1992). Sehingga dapat dihipotesiskan adanya *insider ownership* akan mempunyai pengaruh yang positif terhadap ROE.

Gambar 2.1

Hubungan Insider Ownership dengan ROE



2.2.2 Hubungan Debt to Equity Ratio dengan Return on Equity

Return on equity mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. Rasio ini juga dipengaruhi oleh

besar kecilnya hutang perusahaan, apabila proporsi hutang makin besar maka rasio ini juga akan makin besar.

Grossman dan Hart (1982), menganjurkan bahwa *agency conflict* dapat dikurangi dengan penggunaan hutang karena penggunaan hutang akan mengikat perusahaan melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodik. Penggunaan hutang yang diproksikan dengan DER dapat meningkatkan/menurunkan ROE apabila memberikan tingkat keuntungan yang lebih besar/kecil dari bunga pinjaman. Apabila hal tersebut terjadi maka DER akan mempunyai pengaruh yang positif/negatif terhadap ROE. Hasil penelitian Suad Husnan (2001) menunjukkan DER tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, baik pada masa sebelum ataupun selama krisis, pada kelompok perusahaan multinasional. Namun terjadi perubahan yang signifikan tentang pengaruh DER terhadap ROE pada kelompok perusahaan bukan multinasional, yang semula tidak berpengaruh pada periode sebelum krisis menjadi berpengaruh negatif selama periode krisis.

DER yang baik bagi suatu perusahaan apabila DER tersebut semakin kecil. Di mana hal tersebut menjelaskan resiko hutang yang dimiliki perusahaan juga semakin rendah. Hal ini berbanding terbalik dengan ROE, di mana ROE yang semakin besar justru semakin baik bagi perusahaan. Sehingga hipotesis yang dapat diambil, DER berpengaruh negatif terhadap ROE.

Gambar 2.2

Hubungan Debt to Equity Ratio dengan Return on Equity



2.2.3 Hubungan Institutional Ownership dengan ROE

Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider* (Moh'd, et al. 1998). Dengan pengawasan yang optimal terhadap pihak manajemen maka diharapkan keputusan/kebijakan yang diambil oleh manajemen dapat lebih meningkatkan kinerja perusahaan, terutama yang berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham. Keberadaan *institutional ownership* dalam suatu perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap ROE. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Suad Husnan (2001) yang menunjukkan bahwa perusahaan multinasional yang memiliki *institutional ownership* yang tinggi memiliki ROE yang lebih baik dibandingkan perusahaan domestik yang memiliki *institutional ownership* yang lebih rendah.

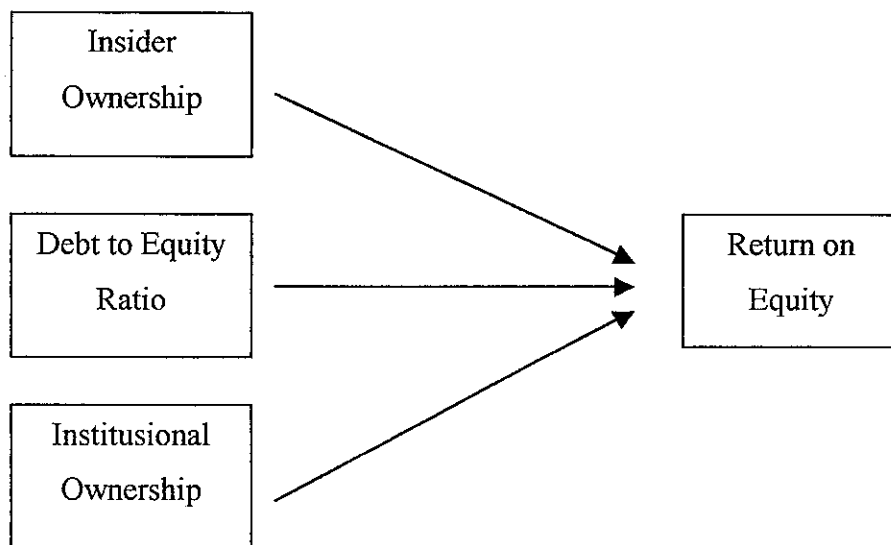
Gambar 2.3

Hubungan Institutional Ownership dengan ROE



Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian empiris di atas, maka secara keseluruhan kerangka pikir teoritis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Gambar 2.4
Kerangka Berpikir Teoritis



sumber : diolah untuk kerangka penelitian teoritis

2.3 Hipotesis Yang Diajukan

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian dan landasan teori serta penelitian sebelumnya, ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

1. *Insider ownership* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif terhadap ROE
2. *Debt to Equity Ratio* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap ROE.

3. *Institutional ownership* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif terhadap ROE.
4. *Insider ownership*, *Debt to Equity Ratio* dan *institutional ownership* secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap ROE.

2.4 Definisi Operasional Variabel

- a. *Insider Ownership* : Kepemilikan saham perusahaan yang juga ikut dimiliki oleh pihak manajemen. Variabel ini merupakan variabel independen di mana skala pengukurannya menggunakan skala rasio. Untuk mengukur *insider ownership* adalah dengan melihat persentase dari kepemilikan saham oleh *insider*.
- b. *Debt to Equity Ratio (DER)* : rasio hutang perusahaan, dirumuskan dengan perbandingan antara total utang dan total ekuitas. DER dalam penelitian ini merupakan proksi dari kebijakan hutang. Variabel ini merupakan variabel independen di mana skala pengukurannya menggunakan skala rasio.
- c. *Institutional ownership* : kepemilikan saham perusahaan oleh investor-investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan. Variabel ini merupakan variabel independen di mana skala pengukurannya menggunakan skala rasio. Untuk mengukur variabel ini adalah dengan melihat persentase dari kepemilikan saham oleh *institutional investor*.
- d. *Return on Equity (ROE)* : mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham, dirumuskan dengan perbandingan

antara laba sesudah pajak dan ekuitas perusahaan. Dalam penelitian ini ROE merupakan merupakan proksi dari kinerja keuangan perusahaan di mana variabel ini merupakan variabel dependen. Skala pengukurannya menggunakan skala rasio.

Tabel 2.2
Skala dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Indikator	Skala Pengukuran	Pengukuran
Variabel dependen : - kinerja keuangan	Return on Equity	Rasio	$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}}$
Variabel independen	Insider ownership	Rasio	INSDR = % kepemilikan saham oleh insider
	Debt to Equity Ratio	Rasio	$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$
	Institutional ownership	Rasio	INST = % kepemilikan saham oleh institutional investor

sumber : diolah untuk penelitian

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian dalam penelitian ini adalah uji pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio* serta *intitutional ownership* terhadap kinerja perusahaan dengan menggunakan indikator ROE, untuk melihat signifikansi hubungan antar variabel. Alat analisis yang digunakan adalah analisis regresi dan pengujian hipotesis.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1998-2000. Data ini dapat diperoleh dari data laporan keuangan tahunan yang termuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2001 serta *Jakarta Stock Exchange* tahun 1999-2001, yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini. Jenis data yang dikumpulkan mencakup : (1) data tentang laporan keuangan selama periode penelitian, yaitu tahun 1998-2000. (2) Data tentang struktur kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, untuk mengetahui *insider ownership* dan *institutional ownership* dalam perusahaan tersebut.

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi yaitu kesatuan pengamatan yang sudah ditentukan batas-batasnya (Arsyad, 1993). Perusahaan yang menjadi populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang go public dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1998-2000 dan tercatat di *Indonesian Capital Market Directory* serta *Jakarta Stock Exchange* dari tahun 1999-2001, yaitu data tiga tahun terakhir selama krisis ekonomi. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasarkan pada beberapa kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995).

Jumlah perusahaan manufaktur yang tercatat di BEJ selama tahun 1998-2000 adalah sebagai berikut :

Tabel 3.1

Jumlah perusahaan manufaktur selama tahun 1998-2000

Keterangan \ Tahun	Tahun		
	1998	1999	2000
Jumlah perusahaan	146	147	155
Memiliki laporan keuangan	146	147	155
Memiliki data saham Insid. Own.	28	29	29
Konsistensi Perusahaan	28	28	28

sumber : Indonesian Capital Market Directory

Berdasarkan kriteria maka di dapat 28 perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Kriteria yang digunakan antara lain :

1. Perusahaan yang tercatat sebagai emiten sejak tahun pengamatan 1998 sampai dengan tahun 2000 secara terus menerus dengan tidak mengalami delisting.
2. Perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan secara lengkap selama tahun pengamatan.
3. Tersedia data tentang komposisi pemegang saham perusahaan dan *board of commissioners* serta *board of directors*, sehingga dapat ditentukan besarnya persentase *insider ownership* dan *institutional ownership* pada perusahaan sampel

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data (time series cross sectional)*. *Pooling data* dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria selama periode pengamatan, yaitu dari tahun 1998-2000 yang tercatat pada *Indonesian Capital Market Directory* dan *Jakarta Stock Exchange* dari tahun 1999-2001 dan tetap eksis setiap tahunnya. Sehingga dengan menggunakan persyaratan tersebut akan diperoleh jumlah perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini.

3.4 Metode pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dengan cara teknik dokumentasi yaitu dengan mengumpulkan terbitan atau media cetak di mana terdapat data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang *go public* dan publikasi tentang Bursa Efek Jakarta serta literatur lainnya. Data laporan keuangan tahunan khususnya terdapat dalam

Indonesian Capital Market Directory 1999-2001 yang diterbitkan *Institute For Economic and Financial Research*.

3.5 Teknik Analisis

Teknik analisis data yang akan dilakukan dalam penelitian ini adalah uji analisis regresi pada variabel-variabel yang digunakan untuk menganalisis pengaruh *insider ownership*, *debt to equity ratio*, serta *intititutional ownership* terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan indikator ROE.

Berdasarkan rumusan masalah dan kerangka pemikiran teoritis yang telah disajikan sebelumnya maka model yang diajukan adalah sebagai berikut :

$$ROE = b_0 + b_1 INSDR + b_2 DER + b_3 INST + e$$

Di mana :

ROE (Y1) = return on equity

INSDR (X1) = percent insiders ownership

DER (X2) = debt to equity ratio

INST (X3) = percent institutional ownership

3.5.1 Pengujian Hipotesis

Untuk mengetahui keberartian pengaruh antar variabel dependen dengan variabel independen perlu dilakukan pengujian hipotesis, baik secara simultan maupun parsial.

a. Uji signifikansi secara serempak/simultan (F-test)

Pengujian hipotesis secara simultan dengan menggunakan uji statistik F-test untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

Langkah-langkahnya sebagai berikut :

1. Merumuskan hipotesis secara statistik

$H_0 : \beta_i = 0$ (tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel X_n (variabel independen) terhadap variabel Y (variabel dependen)).

$H_i : \beta_i \neq 0$ (terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel X_n (variabel independen) terhadap variabel Y (variabel dependen)).

Di mana $\beta_i = \beta_1, \beta_2, \beta_3 =$ koefisien perubahan nilai tiap-tiap variabel independen

2. Menentukan tingkat signifikansi, yaitu $\alpha = 5\%$ dengan degree of freedom (df) = $(k-1)(n-k)$ untuk menentukan nilai F tabel yang merupakan patokan daerah perkiraan dan patokan hipotesis.

3. Menentukan F hitung atau F statistik

$$F_n = \frac{R^2 / (k-1)}{(1-R^2) / (n-k)}$$

Keterangan :

F_n = F hitung

R^2 = Explained Sum Squares (ESS)

$1-R^2$ = Residual Sum Squares

n = Jumlah observasi

k = Jumlah variabel independen

4. Menentukan F tabel dengan melihat tabel F di mana $\alpha = 5\%$ dengan k sebagai numerator dan $n-k-1$ sebagai denominator.

5. Mengambil kesimpulan

- Menolak H_0 jika $F_{hitung} > F_{tabel}$

- Menerima H_0 jika $F_{hitung} < F_{tabel}$

Cara lain untuk membuat kesimpulan adalah dengan melihat nilai signifikan F yang dihasilkan. Jika nilai signifikan F lebih kecil dari derajat signifikansi yang digunakan (α) maka hipotesis nol ditolak.

b. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi adalah nilai yang mengukur besarnya sumbangan variabel-variabel independen secara bersama-sama/simultan terhadap variasi (naik-turunnya) variabel dependen. Jadi semakin besar koefisien determinasi, berarti semakin besar variasi dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Sedangkan variasi dari variabel dependen yang diakibatkan oleh faktor-faktor lain dapat diterangkan oleh koefisien non-determinasi ($1-R^2$).

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen maka R^2 pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap

variabel dependen. Oleh karena itu banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai adjusted R^2 pada saat mengevaluasi mana model regresi yang terbaik. Tidak seperti R^2 , nilai adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model (Ghozali, 2001).

c. Uji signifikansi secara parsial (uji-t)

Langkah-langkahnya sebagai berikut :

1. Merumuskan hipotesis secara statistik

$H_o : \beta_i = 0$ (tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel x_i dan y)

$H_i : \beta_i \neq 0$ (terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel x_i dan y)

2. Menentukan tingkat signifikansi, yaitu $\alpha = 5\%$ dengan $df = n-k$ guna menentukan nilai t tabel, selanjutnya menghitung t hitung.

3. Menentukan t hitung

$$t_{hitung} = \frac{b_i}{Se(b_i)}$$

Keterangan :

b_i = koefisien perubahan nilai tiap variabel

$Se(b_i)$ = standar deviasi koefisien variabel independen ke- i

4. Membandingkan nilai t hitung dengan ketentuan, apabila :

$t_{hitung} > t_{tabel}$ berarti H_i diterima dan H_o ditolak, atau

$t_{hitung} < t_{tabel}$ berarti H_o diterima dan H_i ditolak

d. Uji Gejala Penyimpangan Asumsi Klasik

Secara teoritis penggunaan metode regresi linear berganda dalam menguji hipotesis akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang sah bila dipenuhi asumsi klasik regresi (Gujarati, 1999) yaitu :

1. Tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen
2. Tidak terjadi autokorelasi antar residual dari variabel independen
3. Tidak terjadi heteroskedastisitas
4. Asumsi normal

Cara yang digunakan untuk menguji gejala penyimpangan asumsi klasik dijelaskan sebagai berikut :

1. Menguji kemungkinan terjadinya gejala multikolinearitas

Pengujian gejala multikolinearitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel bebas berhubungan secara linear. Adanya multikolinearitas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan mengakibatkan ketidaktepatan estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Hal ini mengakibatkan koefisien regresi menjadi tidak signifikan dan standar deviasi sangat sensitif terhadap perubahan data (Gujarati, 1995). Beberapa indikator untuk mendeteksi adanya multikolinearitas, yaitu :

- a). Besaran (matriks) korelasi variabel independen

Pedoman untuk melihat model regresi yang independen multikolinearitas adalah jika koefisien korelasi antar variabel independen lemah (di bawah 0,5). Tetapi jika koefisien korelasi antar variabel independen nilainya

diatas 0,5 (yang berarti korelasinya kuat), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas. (Santoso, 2000)

b). Besaran *tolerance* (TOL) dan *variance inflation factor* (VIF)

Pengujian gejala multikolinearitas dengan program SPSS dapat dilihat dari *tolerance value* atau *variance inflation factor* (VIF). Pedoman suatu model regresi yang belum terindpeden multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* (TOL) yang $<0,10$ dan nilai $VIF > 10$. Hal ini berarti apabila nilai *tolerance* variabel independen menunjukkan $>0,10$ berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Begitu pula bila nilai VIF variabel independen <10 (Ghozali, 2001) berarti tidak ada multikolineritas antar variabel independen dalam model regresi.

2. Menguji kemungkinan terjadinya autokorelasi

Pengujian gejala autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah kesalahan pengganggu, pada periode tertentu berkorelasi dengan kesalahan pengganggu pada periode lainnya. Suatu jenis pengujian yang umum digunakan untuk mengetahui adanya autokorelasi dikembangkan ole J. Durbin dan G. Watson tahun 1951 yang disebut sebagai statistik Uji Durbin-Watson.

3. Menguji kemungkinan terjadinya gejala heteroskedastisitas

Pengujian gejala heteroskedastisitas bertujuan untuk mendeteksi apakah model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika variance dari residual satu penagmatanke

pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Kebanyakan data cross section mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang, dan besar). Salah satu metode untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas pada penelitian ini adalah dengan :

1. Analisis Grafik

Pedoman untuk melihat apakah terjadi heteroskedastisitas di dalam model regresi dengan menggunakan analisis grafik adalah jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

2. Metode *Park*

Pada uji *Park*, apabila koefisien parameter beta dari persamaan regresi tersebut signifikan secara statistik, hal ini menunjukkan bahwa dalam data model empiris yang diestimasi terdapat heteroskedastisitas, dan sebaliknya jika pada barometer beta tidak signifikan secara statistik, maka asumsi homoskedastisitas pada data model tersebut tidak dapat ditolak (Ghozali, 2001).

4. Asumsi Normalitas

Uji normalitas data dapat dilakukan untuk menguji apakah variabel dependen dan variabel independen dari model regresi mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas data dengan melihat penyebaran data (titik-titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Dasar pengambilan keputusan, jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Sedangkan jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1 Sejarah Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Kegiatan pasar modal Indonesia resmi dimulai pada tahun 1977 sewaktu perusahaan PT. Semen Cibinong menerbitkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Dalam perkembangannya kondisi ekonomi dan moneter tidak bisa dilepaskan, tetapi pengaruh yang tampak nyata ternyata berasal dari berbagai kebijakan pemerintah.

Pada awalnya perkembangan pasar modal di Indonesia, kalau diukur dengan jumlah perusahaan yang menerbitkan sahamnya di BEJ, maupun kegiatan perdagangan saham, ternyata sangat lambat. Sampai tahun 1982 baru 23 perusahaan, tetapi setelah itu terhenti pada angka 24 perusahaan sampai dengan tahun 1988. Baru pada tahun-tahun berikutnya terjadi peningkatan yang cukup pesat, mencapai 124 perusahaan pada tahun 1990. Perkembangan ini disajikan pada lampiran 5.

Pada tahun 1982 pemerintah memberikan insentif dalam bentuk keringanan pajak bagi perusahaan yang bersedia menjual sahamnya di pasar modal Indonesia. Insentif ini berakhir pada tahun 1983, karena pada tahun 1984 berlaku sistem perpajak yang baru. Karena itulah beberapa perusahaan

memanfaatkan insentif ini yang ditunjukkan dengan peningkatan jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ dari 8 perusahaan menjadi 23 perusahaan.

Disamping faktor insentif perpajakan, keenganan perusahaan untuk menerbitkan saham di pasar modal Indonesia juga bisa dijelaskan oleh faktor-faktor sebagai berikut. Sebelum Juni 1983, tingkat bunga deposito dan kredit dari bank-bank milik pemerintah ditentukan oleh pemerintah. Penentuan tingkat bunga relatif rendah, yaitu lebih rendah dari tingkat bunga seandainya tidak ada intervensi pemerintah. Dengan kata lain terjadi *financial repression* pada waktu itu. Terlepas dari pertimbangan ekonomi makro, rendahnya suku bunga simpanan dan pinjaman yang ditawarkan oleh bank-bank pemerintah membuat perusahaan-perusahaan lebih suka memanfaatkan kredit dari bank-bank pemerintah. Di samping itu juga terdapat keluhan bahwa dalam upaya untuk mensukseskan emisi saham terjadi kecenderungan bahwa harga saham di pasar perdana menjadi terlalu murah. Keadaan tersebut membuat perusahaan enggan untuk melakukan emisi di BEJ, dan karenanya jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ tidak berubah dari tahun 1984 sampai dengan tahun 1988.

Pada tahun 1989 jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ meningkat cukup banyak, diikuti tahun 1990, dan masih meningkat pada tahun 1991. Pada tahun 1989 itu pula pemerintah membuka bursa paralel, yaitu bursa yang ditujukan untuk perusahaan-perusahaan yang belum memenuhi syarat untuk terdaftar di bursa utama (BEJ). Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa paralel biasanya adalah perusahaan yang relatif masih kecil dan muda.

Ada beberapa penyebab yang menyebabkan peningkatan luar biasa untuk tahun 1989 dan 1990. Pertama, Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) mulai menerapkan kebijakan baru yang intinya BAPEPAM tidak ingin mencampuri pembentukan harga saham di pasar perdana. Pembentukan pasar di pasar perdana dipersilakan untuk ditentukan oleh pihak-pihak yang berkepentingan, yaitu emiten dan para penjamin.

Kedua, batasan perubahan harga saham sebesar maksimum empat persen setiap transaksi ditiadakan. Harga yang terbentuk diserahkan pada kekuatan permintaan dan penawaran. Ketiga, ada dua kebijakan pemerintah yang mempunyai dampak sangat besar bagi perkembangan pasar modal. Kebijakan tersebut adalah (1) dikenakannya pajak sebesar 15% atas bunga deposito (semula pembebanan pajak atas bunga deposito ditunda), dan (2) diizinkannya pemodal asing untuk membeli saham-saham yang terdaftar di BEJ. Izin bagi pemodal asing diberikan dengan maksud untuk menambah *supply* dana jangka panjang. Bagaimana pun juga, perkembangan pasar modal hanya dapat terjadi dengan baik kalau *supply* dan *demand* akan dana jangka panjang tersedia dalam jumlah yang cukup. Kedua kebijakan tersebut diumumkan berturut-turut pada Oktober dan Desember 1988.

Sebagai akibat dari kebijakan tersebut investasi pada sekuritas sekarang menjadi sejajar dengan investasi pada deposito. Hal ini menjadi daya tarik investasi pada saham meningkat. Peningkatan ini diikuti dengan diizinkannya pemodal asing untuk ikut membeli saham-saham di BEJ. Sebagai akibatnya permintaan saham-saham meningkat sangat pesat (karena sebelumnya harga

saham-saham di BEJ dengan *price earning ratio* sebesar 4 dianggap terlalu murah). Karena *supply* akan saham-saham untuk jangka pendek bersifat *inelastic*, maka terjadi kenaikan harga saham yang cukup besar.

Kenaikan harga saham dan permintaan yang tinggi tersebut menjadi daya tarik bagi perusahaan-perusahaan untuk menerbitkan saham. Apalagi kondisi perekonomian Indonesia pada tahun 1989 dan 1990 cukup baik. *Gross Domestic Product* meningkat berturut-turut dengan 7,4% dan 7,3%, sedangkan tingkat bunga deposito berkisar 15-17% per tahun.

Peningkatan aktiva bursa amat terasa pada saat PT. Bursa Efek Jakarta melakukan kegiatan transaksi di bursa yang menggunakan komputer yang digunakan broker untuk menunjang perdagangan sekuritas di bursa yang lebih dikenal dengan nama JATS (Jakarta Automated Trading System) pada tahun 1995.

4.1.2 Profil Perusahaan Manufaktur

Perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini sebanyak 28 perusahaan pada industri manufaktur. Pada tabel 4.1 disajikan profil ringkas perusahaan emiten dan jenis/kegiatan usahanya.

Tabel 4.1

Profil ringkas perusahaan manufaktur yang menjadi obyek penelitian

No	Nama perusahaan	Tahun berdiri	Jenis/kegiatan usaha	Mulai go public
1	Sekar Laut	1967	Pembuatan tepung tapioka, pengolahan makanan dari hasil laut	1993
2	Gudang Garam	1971	Industri rokok	1990
3	Argo Pantes	1977	Industri tekstil	1995
4	Sunson Textile Manufacturer	1972	Industri tekstil	1997
5	Concord Benefit Enterprises	1980	Memproduksi garment	1993
6	Karwell Indonesia	1978	Memproduksi garment	1994
7	Sarasa Nugraha	1982	Memproduksi garment	1993
8	Budi Acid Jaya	1979	Industri kimia dan bahan pengawet makanan	1995
9	Barito Pacific Timber	1979	Industri kayu lapis, pengembangan dan pengusahaan hutan	1993
10	Surya Dumai Industri	1979	Industri kayu	1996
11	Eterindo Wahana Tama	1992	Industri petrokimia dan produk kimia yang terkait	1997
12	Lautan Luas	1951	Distributor produk dan bahan-bahan kimia	1997
13	Tri Polyta Indonesia	1985	Memproduksi polypropylene, bahan baku produk dari plastik	1996
14	Berlina Co. Ltd	1969	Industri plastik	1989
15	Lion Metal Works	1972	Industri perlengkapan perkantoran, pabrikasi lainnya dari logam	1993
16	Lionmesh Prima	1984	Industri baja, memproduksi berbagai macam kawat baja	1990
17	Itamaraya Gold Industri	1987	Pembuatan perhiasan emas	1990
18	Kedaung Indah Can	1974	Memproduksi keramik, khususnya untuk kitchen-set	1993
19	Branta Mulia	1981	Industri kawat ban kendaraan	1990
20	Nipress	1975	Memproduksi battery	
21	Prima Alloy Steel	1984	Memproduksi velg aluminium untuk kendaraan	1990
22	Selamat Sempurna	1976	Memproduksi spare-parts untuk kendaraan	1996
23	Cahaya Kalbar	1968	Pengolahan minyak kelapa sawit	1996
24	Siantar Top	1987	Memproduksi berbagai macam makanan, snack, dll	1996
25	Duta Pertiwi Nusantara	1982	Memproduksi formalin dan thermosetting adhesive	1990
26	Jaya Pari Steel	1973	Industri baja	1989
27	Dynaplast	1959	Memproduksi plastik pembungkus kabel dan kawat	1991
28	Perdana Bangun Pusaka	1987	Distributor produk-produk fotografi	1995

Sumber : Indonesian Capital Market Directory tahun 1999-2001

Berdasarkan penelitian terdahulu variabel *insider ownership*, *debt to equity ratio*, *institutional ownership* merupakan variabel yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan *return on equity*. Selama kurun waktu 1998-2000 proporsi kepemilikan saham perusahaan cenderung tidak berubah. Namun DER dan ROE perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur sangat berfluktuatif. Hal ini di mungkinkan karena kondisi Indonesia yang sedang mengalami krisis yang berdampak pula pada perusahaan-perusahaan yang berada di Indonesia. Data selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 1 sampai lampiran 4.

4.2 Hasil Analisis

4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik

Menurut Algifari (1997) suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *Best*, *Linearity*, *Unbiased*, *Estimated* (BLUE). Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi, yang disebut dengan asumsi klasik, sebagai berikut :

1. Non Multikolinearitas

Artinya, antara variabel independen yang satu dengan yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna.

2. Homoskedastisitas

Artinya, varian variabel independen adalah konstan (sama) untuk setiap nilai tertentu variabel independen.

3. Non-Autokorelasi

Artinya, tidak terdapat pengaruh dari pengaruh dalam model melalui tenggang waktu (time lag). Misalnya, nilai suatu variabel saat ini akan berpengaruh terhadap nilai variabel pada masa yang akan datang. Menurut model klasik ini tidak mungkin terjadi.

4. Mempunyai distribusi data yang normal.

Kesalahan spesifik model dapat menyebabkan tidak terpenuhinya asumsi-asumsi di atas. Kesalahan spesifik model akan menyebabkan nilai residual menjadi tidak informatif dan estimasi parameter akan cenderung bias. Untuk menghindari masalah tersebut diperlukan pertimbangan yang mendalam untuk membuat suatu bentuk hubungan antara variabel dependen dan independen.

Teori-teori yang mendasari hubungan antar variabel dan hasil penelitian empirik terdahulu dapat dijadikan pertimbangan untuk meminimalkan kesalahan spesifik model (Wittink, 1988).

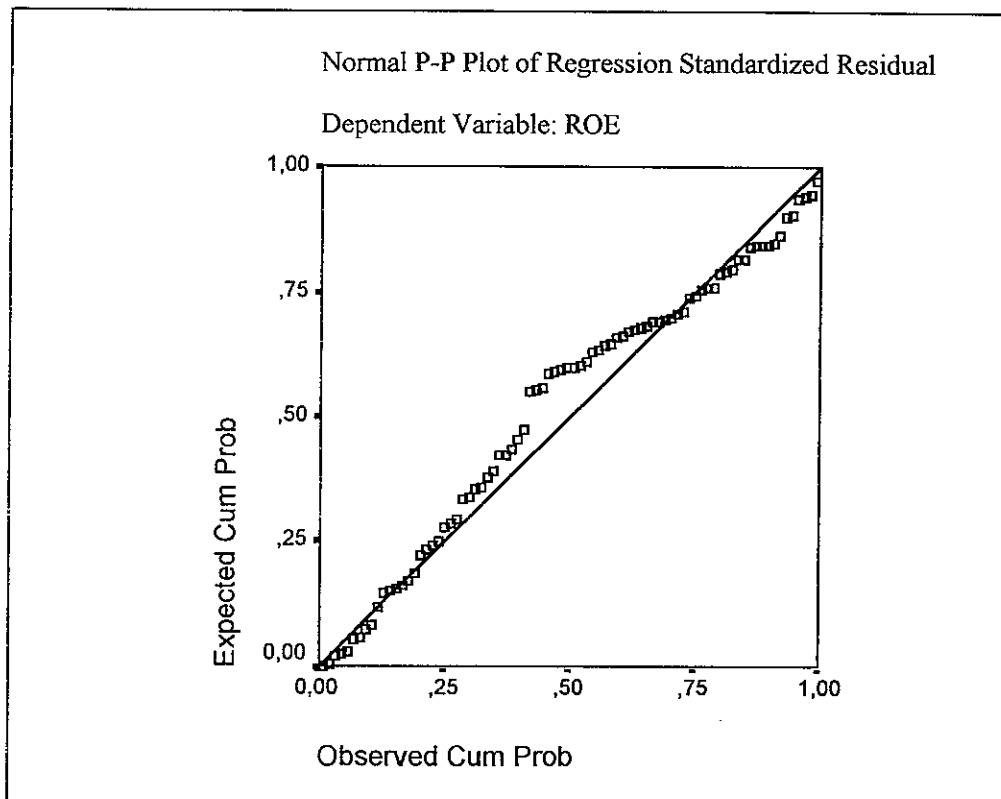
4.2.1.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Untuk normalitas data dalam penelitian ini terdiri dari analisis grafik dan uji *Kolmogorov-Smirnov* satu arah.

1. Analisis grafik

Pada gambar berikut disajikan hasil analisis grafik.

Gambar 4.1
Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas



sumber : data sekunder, diolah

Pedoman bahwa suatu model regresi memenuhi asumsi normalitas dengan menggunakan analisis grafik adalah jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Tetapi jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan / atau mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan

pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2001).

Dari gambar tersebut dapat disimpulkan bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

2. Kolmogorov-Smirnov

Uji *Kolmogorov-Smirnov* satu arah dilakukan untuk mengetahui apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik. Hair et.al (1996) menyatakan bahwa uji *Kolmogorov-Smirnov* merupakan metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5 %. Sehingga suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik dengan melihat nilai signifikansinya. Di mana bila nilai signifikansi dari variabel mempunyai tingkat signifikansi di atas 0,05 (yang berarti tidak signifikan) maka data terdistribusi secara normal. Tetapi bila nilai signifikansi dari variabel mempunyai tingkat signifikansi di bawah 0,05 (yang berarti signifikan) maka data tidak terdistribusi secara normal. Pada tabel berikut ini akan disajikan hasil uji *Kolmogorov-Smirnov* satu arah.

Tabel 4.2Hasil Uji *Kolmogorov-Smirnov* Satu Arah

Nama Variabel	Kolmogorov-Smirnov Z Statistik	Signifikansi
ROE = return on equity	1,327	0,059
INSDR = insider ownership	1,361	0,063
DER = debt to equity ratio	1,300	0,068
INST = institutional ownership	0,975	0,298

sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa semua data yang ada terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada semua nilai Kolmogorov-Smirnov Z yang tidak signifikan (yaitu di atas 0,05).

4.2.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel independen saling berhubungan secara linear. Pengujian ini dilakukan dengan :

1. Matriks korelasi variabel-variabel independen

Multikolinearitas terjadi jika antar variabel independen ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0,90) (Ghozali, 2001). Berikut ini akan disajikan hasil analisis korelasi untuk menggambarkan antar variabel independen.

Tabel 4.3

Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Independen

Variabel	INST	DER	INSDR
INST	1,000		
DER	0,043	1,000	
INSDR	0,172	-0,009	1,000

sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel di atas, tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel independen menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai lebih besar dari 0,90. Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas pada variabel-variabel independen yang digunakan pada penelitian ini.

2. Dengan melihat besaran *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance*

Nilai *cut-off* yang umum dipakai untuk melihat ada tidaknya multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi adalah dengan melihat *tolerance value* dari semua variabel mempunyai nilai di atas 0,10 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) di bawah 10 (Ghozali, 2001). Berikut ini disajikan besaran *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance value*.

Tabel 4.4

Hasil Uji Multikolinearitas
Berdasarkan Nilai Tolerance dan VIF

Nama Variabel	Tolerance	VIF
INSDR = insider ownership	0,970	1,031
DER = debt to equity ratio	0,998	1,002
INST = institutional ownership	0,968	1,033

sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa tolerance value semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) di bawah 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda.

4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas ini bertujuan untuk mengetahui varian variabel dalam model sama (konstan) atau tidak. Jika tidak maka terdapat heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan analisis grafik dan uji *Park*.

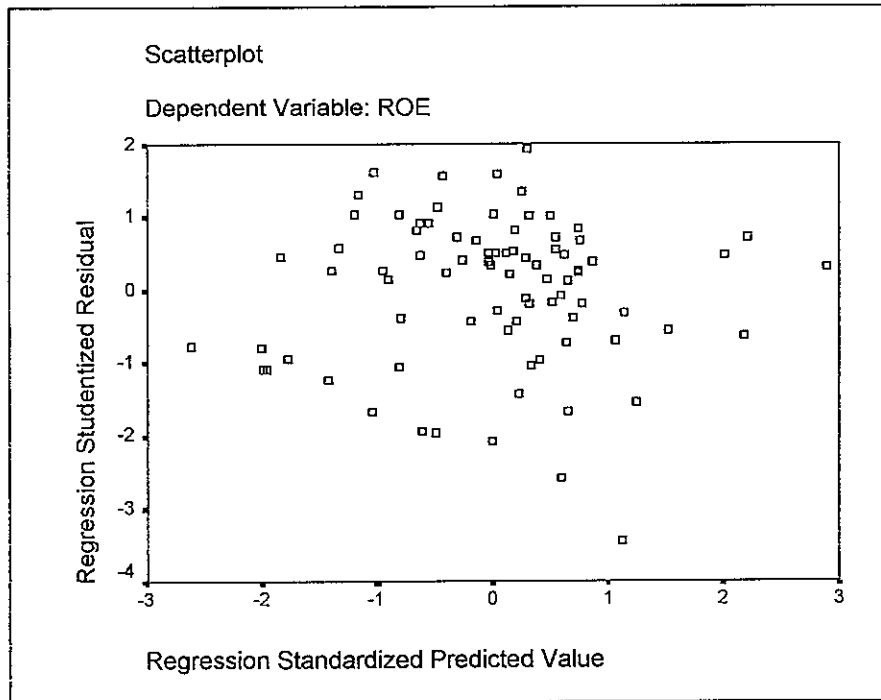
1. Analisis Grafik

Pedoman bahwa suatu model regresi terdapat heteroskedastisitas dengan menggunakan analisis grafik adalah jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

Berikut ini disajikan gambar hasil dari analisis grafik.

Gambar 4.2

Hasil Analisis Grafik Uji Heteroskedastisitas



sumber : data sekunder, diolah

Dari gambar tersebut dapat dilihat bahwa tidak ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), selain itu tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

2. Metode Park

Pada uji *Park* ini apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gujarati, 1995; Ghazali, 2001). Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila signifikansi t lebih kecil dari taraf signifikansinya (nilai $t < 0,05$).

Tabel 4.5

Hasil Uji Heteroskedastisitas Berdasarkan Uji Park

Nama Variabel	t	Sig
Konstanta	3,383	0,001
INSDR = insider ownership	-1,768	0,081
DER = debt to equity ratio	-0,256	0,799
INST = institutional ownership	-0,725	0,470

sumber : data sekunder, diolah

Dari uji *Park* yang dilakukan diketahui bahwa nilai probabilitas tidak ada yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

4.2.1.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Pada penelitian ini digunakan *Durbin-Watson Statistic Test* untuk mendeteksi adanya gejala autokorelasi tersebut.

Tabel 4.6

Durbin-Watson Test Bound

k = 3		
N	dl	du
15	0,71	1,61
..
..
82	1,51	1,65

Dari hasil analisis data diperoleh nilai *Durbin-Watson* (DW) sebesar 1,817. Oleh karena nilai DW = 1,817 terletak di antara -2 dan +2 ($-2 < DW = 1,817 < +2$)

Santoso (2000), dan nilai DW = 1,817 lebih besar dari pada batas atas (du) 1,65 maka hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat autokorelasi positif pada model regresi dalam penelitian ini.

4.3 Pengujian Hipotesis

Dari uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat multikolinearitas, independen autokorelasi dan independen heteroskedastisitas sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Dalam melakukan pengujian hipotesis ke-1 sampai ke-3, digunakan pengujian statistik secara parsial yaitu uji t, dengan tujuan untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara individual. Sedangkan untuk pengujian hipotesis ke-4 ini, digunakan pengujian statistik secara simultan yaitu uji F, untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara bersama-sama/simultan. Adapun hasil regresi berganda yang dilakukan adalah sebagai berikut :

Tabel 4.7
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	-50,771	-2,641	0,010
INSDR = insider ownership	2,424	3,257	0,002
DER = debt to equity ratio	-2,559	-3,873	0,000
INST = institutional ownership	0,709	2,499	0,015

Variabel dependen : ROE

*significant pada tingkat kepercayaan 5 %

F=9,997 ; nilai sign.= 0,000

Adjusted R Square = 0,250

sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel 4.7 tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$ROE = -50,771 + 2,424 \text{ INSDR} - 2,559 \text{ DER} + 0,709 \text{ INST}$$

t-test	(-2,641)	(3,257)	(-3,873)	(2,499)
sig	(0,010)	(0,002)	(0,000)	(0,015)

Dari tabel 4.7 dapat dilihat bahwa semua variabel independen yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

Secara statistik dapat terlihat bahwa konstanta sebesar -50,771 signifikan pada 0,010. Hal ini berarti bahwa apabila semua variabel independen sama dengan nol maka ROE akan mengalami penurunan atau bermasalah karena adanya tanda negatif pada konstanta, maka dianggap bahwa probabilitas sama dengan nol.

4.3.1 Insider Ownership

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel INSDR (*insider ownership*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel INSDR (*insider ownership*) sebesar 0,002 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5%.

Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *insider ownership* (INSDR) yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap ROE perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel INSDR (*insider ownership*) bertanda positif dan besarnya = 2,424. Makna koefisien regresi variabel INSDR (*insider ownership*) yang besarnya = 2,424 berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 % pada INSDR (*insider ownership*) akan menyebabkan ROE naik sebesar 2,424 %, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.3.2 Debt to Equity Ratio

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel DER (*debt to equity ratio*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel DER (*debt to equity ratio*) sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *debt to equity ratio* (DER) yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap ROE perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel DER (*debt to equity ratio*) bertanda negatif dan besarnya = - 2,559. Makna koefisien regresi variabel DER (*debt to equity ratio*) yang besarnya = - 2,559 berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 % pada DER (*debt to equity ratio*) akan menyebabkan ROE turun sebesar - 2,559 %, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.3.3 Institutional Ownership

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel INST (*institutional ownership*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel INST (*institutional ownership*) sebesar 0,015 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *institutional ownership* (INST) yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap ROE perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel INST (*institutional ownership*) bertanda positif dan besarnya = 0,709. Makna koefisien regresi variabel INST (*institutional ownership*) yang besarnya = 0,709 berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 % pada INST (*institutional ownership*) akan menyebabkan ROE naik sebesar 0,709 %, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.3.4 Pengujian Secara Simultan

Adapun hasil dari pengujian statistik yaitu uji F yang dilakukan adalah nilai F sebesar 9,997 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa persamaan regresi berganda pada penelitian ini adalah signifikan, artinya variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel dependen karena nilai F sebesar 9,997 dan nilai sig = 0,000 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Pengujian statistik (uji F) ini menunjukkan hipotesis *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* secara

bersama-sama / simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROE perusahaan manufaktur, diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

4.4 Pembahasan

Dari hasil analisis dapat diketahui bahwa variabel *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* baik secara parsial maupun secara bersama-sama/simultan berpengaruh terhadap *return on equity* perusahaan-perusahaan manufaktur di BEJ. Hubungan *insider ownership* dengan *return on equity* yang positif menunjukkan semakin besar persentase kepemilikan saham oleh *insider ownership* akan berdampak semakin besarnya ROE yang berarti menunjukkan semakin baik pula tingkat kesejahteraan pemegang saham perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan *agency theory* dari Jensen dan Meckling (1976) di mana dengan adanya kepemilikan saham oleh *insider* dalam perusahaan akan mengurangi *agency problem*, sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena *insider ownership* sebagai pemilik sekaligus pengelola perusahaan akan bertindak yang terbaik bagi perusahaan.

Hubungan *debt to equity ratio* dengan *return on equity* yang negatif menunjukkan semakin besar persentase kepemilikan saham oleh *debt to equity ratio* akan berdampak semakin turunnya nilai ROE yang berarti menunjukkan tingkat kesejahteraan pemegang saham perusahaan akan semakin berkurang. Hal ini menunjukkan para pemegang saham beranggapan semakin besar hutang

perusahaan akan semakin bertambah pula resiko yang ditanggung para pemegang saham. Sementara pemegang saham lebih menginginkan rasio hutang yang kecil yang menunjukkan resiko yang kecil pula yang akan ditanggung perusahaan. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Suad Husnan (2001).

Sementara itu hubungan *institutional ownership* dengan *return on equity* yang positif menunjukkan semakin besar persentase kepemilikan saham oleh *institutional ownership* akan berdampak semakin besarnya ROE yang berarti menunjukkan semakin baik pula tingkat kesejahteraan pemegang saham perusahaan. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Moh'd, et al (1998). Semakin besarnya persentase kepemilikan saham oleh *institutional ownership* akan mengakibatkan semakin besar pula hak *monitoring* terhadap manajemen perusahaan. Hal ini akan menyebabkan pihak manajemen perusahaan akan selalu berhati-hati dalam mengambil kebijakan karena setiap kebijakan yang diambil dengan sendirinya akan berkaitan dan berdampak pada para pemegang saham perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab IV, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini terdistribusi secara normal, tidak terdapat multikolinearitas, bebas autokorelasi dan independen heteroskedastisitas.
2. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi berganda dengan variabel dependen return on equity (ROE) dan 3 variabel independen yaitu *insider ownership* (INSDR), *debt to equity ratio* (DER), dan *institutional ownership* (INST) menunjukkan bahwa :
 - a. *insider ownership* berpengaruh signifikan dan berhubungan positif terhadap ROE.
 - b. *debt to equity ratio* berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap ROE.
 - c. *institutional ownership* berpengaruh signifikan dan berhubungan positif terhadap ROE.
 - d. *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* secara bersama-sama / simultan berpengaruh signifikan terhadap ROE.

- e. *debt to equity ratio* merupakan faktor yang paling berpengaruh terhadap ROE dibandingkan dua variabel lainnya karena memiliki nilai *beta standardized coefficients* yang paling besar.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Dan semua variabel independen tersebut secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROE, atau dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel dependen.

3. Nilai adjusted R^2 persamaan regresi berganda pada penelitian ini adalah sebesar 25,0 % yang menunjukkan bahwa 25,0 % perubahan ROE dapat dijelaskan oleh variabel independen di dalam model, sementara 75,0 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model ini.
4. Hasil dari penelitian menunjukkan adanya kesesuaian dan mendukung beberapa teori dan hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, di mana variabel-variabel *insider ownership* (INSDR), *debt to equity ratio* (DER), dan *institutional ownership* (INST) dapat mengurangi *agency problem* sehingga dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

5.2 Implikasi Hasil Penelitian

Implikasi hasil penelitian ini secara teoritis menunjukkan bahwa variabel *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership* secara

signifikan berpengaruh terhadap *return on equity* perusahaan manufaktur di BEJ. Hasil ini berarti mendukung teori dan beberapa hasil dari penelitian sebelumnya, yaitu Jensen dan Meckling (1976), Grossman dan Hart (1982), dan Moh'd, et al. (1998), dan dengan demikian variabel-variabel tersebut dapat dinyatakan sebagai variabel strategik yang memungkinkan untuk dikendalikan serta dapat dijadikan bahan pertimbangan kebijakan manajemen.

Implikasi hasil penelitian ini juga berguna bagi pihak manajemen perusahaan. Bagi manajemen perusahaan, ketiga variabel tersebut dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam pengelolaan perusahaan di masa yang akan datang terutama bagi perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan dalam perusahaannya. Pertama, dengan memberikan kepemilikan saham untuk manajer (*insider*). Sebab terbukti dengan adanya *insider ownership* dalam perusahaan akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, sebab pihak manajemen akan lebih berhati-hati dalam pengelolaan perusahaan. Kedua, dengan penggunaan hutang. Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen. Selain itu penggunaan hutang akan mengikat perusahaan melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodik. Penggunaan hutang yang bijaksana dalam kaitannya dengan minimalisasi *agency cost* akan menciptakan optimalisasi kesejahteraan pemegang saham.

Ketiga, adanya *institutional ownership* dalam perusahaan. Secara manajerial, pengawasan perlu dilakukan untuk monitoring perilaku manajer dalam menjalankan perusahaan serta membuat kebijakan-kebijakan perusahaan sebab

kebijakan-kebijakan yang dibuat selain berdampak pada perusahaan itu sendiri juga mempunyai dampak bagi para pemilik/pemegang saham perusahaan. Para pemegang saham berharap agar kebijakan yang dibuat perusahaan selalu sejalan dan berdampak positif bagi perusahaan dan pemegang saham perusahaan. Sehingga masalah *agency conflict* dapat dikurangi atau dihindari.

Dengan kebijakan manajemen yang lebih cermat, yang berdampak pula pada kinerja keuangan perusahaan yang baik dan sehat, akan membantu para emiten dan para investor di sektor manufaktur untuk menilai perusahaan mana yang dianggap baik untuk investasi.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Penelitian ini hanya menggunakan periode penelitian yang relatif pendek yaitu tahun 1998-2000 dan yang menjadi obyek penelitian pada penelitian ini terbatas pada perusahaan manufaktur saja.
2. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini terbatas pada teknik analisis regresi berganda.
3. Hasil dari penelitian ini menunjukkan angka R^2 yang cenderung rendah. Hal ini dimungkinkan karena variabel-variabel independen yang digunakan pada penelitian ini terbatas hanya pada *insider ownership*, *debt to equity ratio*, dan *institutional ownership*.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Adapun agenda penelitian mendatang yang dapat disarankan melalui temuan ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk melakukan penelitian dengan obyek penelitian yang tidak hanya pada perusahaan manufaktur saja dan penggunaan teknik analisis yang berbeda. Sehingga diharapkan dapat memberikan hasil yang berbeda yang dapat digunakan sebagai kajian akademis dan pertimbangan investor dalam melakukan suatu investasi di luar industri perusahaan manufaktur.
2. Mengingat nilai adjusted R^2 adalah sebesar 25,0 % yang menunjukkan bahwa kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel dependen adalah 25,0 % sementara 75,0 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam regresi ini. Maka disarankan untuk penelitian di masa mendatang dilakukan kajian lebih lanjut dengan memasukkan variabel-variabel independen tambahan lain seperti susunan *board of director* dan kebijakan deviden, sehingga dapat memperjelas faktor-faktor yang berpengaruh pada *return on equity* (ROE).

DAFTAR REFERENSI

- Abarnabell, Jeffrey S., and Brian J. Bushee, 1997, "Fundamental Analysis, Future Earnings and Stock Prices", **Journal of Accounting Research** vol. 35 (Spring), 1-24.
- Algifari, 1997, **Analisis Regresi : Teori, Kasus, dan Solusi, Edisi Pertama**, BPFE, Yogyakarta.
- Agrawal, A., and G. Mandelker, 1987, "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", **Journal of Finance** vol. 42, 823-837.
- Attaway, Morris C., 2000, "A Study of The Relationship Between Company Performance and CEO Compensation", **American Business Review**, Vol. 18, Iss. 1, Januari.
- Bathala, C.T., K. R. Moon., and R.P. Rao, 1994, "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings : an Agency Perspective", **Financial Management** vol. 23, 38-50.
- Chang, S. J., and Daesung Ha, 2001, "Corporate Governance in Twenty-first Century: New Managerial Concepts for Supranational Corporation", **American Business Review** vol. 9, Iss. 2, June.
- Chen, Sheng-Syan, and Kim Wai Ho, 2000, "Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value, The Singapore Evidence", **International Review of Financial Analysis** vol. 9, Iss. 3, Desember.
- Darsono, 2001, *Corporate Governance : "State of The Art"*, **Jurnal Bisnis Strategi** vol. 7, Juli, tahun V.
- Dick, Alexander, 2001, "Privatization and Corporate Governance : Principles, Evidence, and Futures Challenges", **World Bank Research Observer** vol. 6, Iss. 1.
- Eiteman, David K., Arthur I. Stonehill., Michael H. Moffett, 2001, "Multinational Business Finance", **International Edition**, ninth edition, Addison-Wesley Publishing Company. Inc.
- F. Harianto dan S. Sudomo, 1998, **Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia**, PT. Bursa Efek Jakarta.

- Fama, E., 1980, "Agency Problem and The Theory of The Firm", **Journal of Political Economy** vol. 88, 301-325.
- Friend, I., and J. Hasbrouck., 1988, "Determinants of Capital Structure", **Research in Finance** vol. 7, 1-19.
- Grossman, S., and O. Hart, 1982, "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives", in John McCall, ed., **The Economics of Information and Uncertainty**, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Imam Ghozali, 2001, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang.
- Institute for Economic and Financial Research**, 2000, *Indonesian Capital Market Directory*, Eleventh Edition.
- _____, 2001, *Indonesian Capital Market Directory*, Twelfth Edition.
- JSX Statistics Book**, Jakarta Stock Exchange, Compiled by Research & Development Division.
- JSX Watch 2001**, Analysis and Data Covering over 300 Companies Listed on The Jakarta Stock Exchange, Third Edition, Bisnis Indonesia.
- Jensen, M., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **American Economics Review** vol. 76, 232-329.
- _____, and W. Meckling, 1976, "Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics** vol. 3, 305-360.
- _____, G. D. Solberg, and T. Zorn, 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", **Journal of Financial and Quantitative Analysis** vol. 27, 247-263.
- Kim, W., and E. Sorensen, 1986, "Evidence on The Impact of The Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", **Journal of Financial and Quantitative Analysis** vol. 21, 131-144.
- Lestari, 2002, "Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di BEJ Dalam Konteks Agency Theory", Thesis tidak dipublikasikan, Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Madura, Jeff, 2000, **Manajemen Keuangan Internasional**, edisi 4, Alih bahasa : Emil Salim, Editor : Yati Sumiharti, Erlangga, Jakarta.

- Mason, Robert D., Douglas A. Lind, 1996, **Statistical Techniques in Business and Economics**, ninth edition, Richard D. Irwin, a Times Mirror Higher Education Group, Inc Company.
- Mas'ud Machfoedz, 1999, "*Profil Kinerja Perusahaan-Perusahaan Yang Go-Publik Di Pasar Modal ASEAN*", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol 14, No. 3, 56-72.
- Mehran, H, 1992, "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure", **Journal of Financial and Quantitative Analysis** vol. 27, 539-560.
- Moh'd, M. A., L. G. Perry and J. N. Rimbey, 1998, "*The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis*", **Financial Review** vol. 33, August, 85-89.
- Nur Indriantoro, dan Bambang Supomo, 1999, **Metodologi Penelitian Bisnis**, BPFE Yogyakarta.
- Rebeiz, K. S., 2001, "*Corporate Governance Effectiveness in American Corporations : A Survey*", **International Journal of Management**, Vol. 18, Iss.1, March.
- Shleifer, Andrei, and R. W. Vishny, 1986, "*Large Shareholders and Corporate Control*", **The Journal of Political Economics** vol. 95, June, 461-488.
- _____ and R. W. Vishny, 1988, "*A Survey of Corporate Governance*", **The Journal of Finance**, Vol LII, No. 2, June.
- Suad Husnan, 1998, **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, edisi ketiga, UPP AMP YKPN , Yogyakarta.
- Suad Husnan, 2001, "*Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan : Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional*", **Jurnal Riset Akuntansi Manajemen** vol. 1, No. 1, Februari.
- Williamson, Oliver E., 1988, *Corporate Finance and Corporate Governance*, **The Journal of Finance** vol XLIII, No. 3, July.
- Wittink, Dick R., 1998, **The Application of Regression Analysis**, Allyn and Bacon, Inc, Massachusetts.

Zhuang, J., D. Edward., D. Webb., dan V. Capulong, 2000, "*Corporate Governance and Finance in East Asia : A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*", **Asian Development Bank vol. 1.**